流量博弈中的电商成长路径

——电商行业专题系列报告（二）

深度报告

【行业·证券研究报告】

核心观点

- **电商是流量核心变现出口，公域流量红利期已过致获客成本提升。**电商以不足 5%的用户使用时间占比创造了极高的行业整体营收规模，展现清晰的用户行为逻辑以及流量传导路径：流量从各种类型的移动 APP 端流入，通过广告等形式的消费者教育后流入电商平台，最终完成交易变现。流量变现对于电商存在路径依赖的原因核心在于电商具备优秀的变现效率。但是，目前来看，网民规模多项指标见顶，国内最大的两个公域流量池规模达到瓶颈，公域流量天花板渐近，导致了流量获客成本的提升。
- **电商流量版图中两大阵营格局清晰，第三极短视频的成长仍待观察。**电商行业经过多年的角逐比拼，已经发展为清晰的阿里系、腾讯系两大阵营。其中，从 MAU 及 GMV 两个维度衡量，阿里巴巴、京东、拼多多三家平台是第一梯队（万亿级 GMV、亿级 MAU）。阿里系的流量运行模式是由外向内的，以电商为根基，内部完善基础设施建设，外部培养生态壮大流量圈，从而完成对流量从外到内地吸收。腾讯系流量运行模式是由内向外的，以社交流量为根基，向外赋能电商承载流量，成功扶持培育起了京东和拼多多两家风格迥异的电商平台。短视频行业在近年迅速崛起并逐步切入电商，但是我们认为其能否成为第三极仍待观察。因为同过往众多流量入口的一样，短视频在入局电商后，也要面临广告 or 自营的抉择、ROI 水平对供给侧的吸引力、电商基础设施的完善等多方面的问题。
- **流量争夺愈演愈烈的时代背景下，电商依然存在多元的成长路径。1）构筑生态圈，持续流量导入。**需要流量，就不断寻找新的流量，这是行业巨头所能采取的最简单、直接、有效的逻辑决策。但是目前流量入口争夺激烈，是整个互联网行业层面的角逐。考虑到流量持续的更迭，寻找不可停止，而寻找更持久的入口也更为重要。**2）强化流量入口属性，降低导入依赖。**对于以广告为主要收入的平台型电商，强化自身流量入口属性是不变的追求，阿里与拼多多也一直在这方面做着努力，现阶段，随着直播电商的崛起，GMV 高速增长，用户数量持续飙升，观看时长一路走高，已经展现出极高的作为电商自身流量入口的价值。**3）开拓新的公域流量，把握下沉&线下机会。**下沉市场巨大的未激活流量是目前公域流量的巨大增长点，拼多多已经凭借其实现了崛起，目前主流电商平台均已对其保持足够的重视。多品类线上渗透率空间依然巨大，线下存在隐藏的巨大流量空间。**4）深化流量经营，转流量为留量。**仅凭借流量优势切入电商的企业大多折戟成沙，根本原因在于流量是一种浅层关系，电商则是完整的链路。经营流量，从流量到留量的转化是电商所需要的核心竞争力。目前，所有主流电商平台在商品端通过品牌、品类、价格等不同层面均能构筑壁垒，其中三家在服务端也能构筑壁垒。

投资建议与投资标的

- 流量博弈在电商行业将会是长期趋势，具备多元化成长路径的电商平台将具备更优秀的长期成长潜力。推荐在四条主要路径上布局完整，电商行业龙头阿里巴巴-SW(09988，买入)。看好腾讯流量生态下，具备自营+物流壁垒的京东集团-SW(09618，买入)。建议关注小而美，深耕品牌特卖，核心用户群体稳定的唯品会(VIPS.N，未评级)。

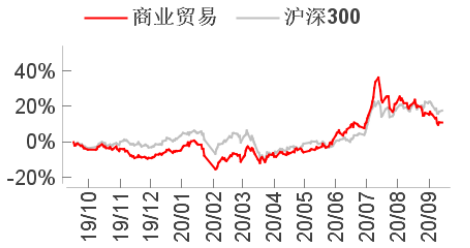
风险提示

- 疫情冲击持续，行业竞争加剧，行业监管趋严，宏观经济形势波动

东方证券 ORIENT SECURITIES

行业评级	看好	中性	看淡	(维持)
国家/地区				中国
行业				商业贸易行业
报告发布日期				2020 年 09 月 15 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

联系人 崔凡平
021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn

相关报告

短期内社零恢复承压，看好线上成长性：——2020 年 7 月社零数据点评	2020-08-14
消费复苏略低预期，持续关注线上：——2020 年 6 月社零数据点评	2020-07-16
社零降幅缩窄，线上仍是亮点：——2020 年 5 月社零数据点评	2020-06-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

1 全域流量版图：电商是变现出口，流量红利期已过 5
1.1 电商是流量的出口而非入口 5
1.2 流量变现对电商存在路径依赖 6
1.3 公域流量天花板渐近，获客成本提升 7
2 电商流量版图：两大阵营清晰，第三极仍待观察 10
2.1 阿里系 VS 腾讯系：截然不同的流量运营体系 10
2.1.1 阿里系：电商为根基，培育生态壮大流量圈 11
2.1.2 腾讯系：社交为根基，赋能电商承载流量 12
2.2 短视频崛起入局电商，第三极成长仍待观察 16
3 电商在流量争夺中的成长路径 19
3.1 路径一：构筑生态圈，持续流量导入 19
3.2 路径二：强化流量入口属性，降低导入依赖 22
3.3 路径三：开拓新的公域流量，把握下沉&线下机会 24
3.4 路径四：深化流量经营，转流量为留量 26
投资建议 29
风险提示 29

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：移动网民人均 app 每日使用时长占比 5
图 2：各大互联网公司 2019 年营收规模 6
图 3：流量变现方式 6
图 4：非实物商品网上零售额及其占比情况 7
图 5：中国网民规模 8
图 6：中国手机网民规模 8
图 7：城镇地区网民规模（亿人） 8
图 8：农村地区网民规模（亿人） 8
图 9：微信 MAU 8
图 10：支付宝 MAU 8
图 11：唯品会边际获客成本（元/人） 9
图 12：拼多多边际获客成本（元/人） 9
图 13：阅读类边际获客成本（元/人） 9
图 14：视频类 APP 边际获客成本（元/人） 9
图 15：各电商平台移动端 MAU（2020 年 7 月） 10
图 16：各电商平台 GMV（2019 年） 10
图 17：三大电商平台年度活跃用户数量对比（百万人） 10
图 18：阿里系的流量运行模式 11
图 19：腾讯系的流量运行模式 12
图 20：即时通信用户规模 13
图 21：网络购物用户规模 13
图 22：拼多多年度活跃用户 13
图 23：拼多多单季 GMV 13
图 24：微信客户端京东拥有一级流量入口 15
图 25：QQ 客户端京东拥有一级流量入口 15
图 26：京东单季度年度活跃用户数量 16
图 27：抖音 MAU 17
图 28：快手 MAU 17
图 29：抖音快手与电商平台间的合作关系 18
图 30：阿里巴巴在流量入口的投资收购（截止 2020 年 3 月） 19
图 31：腾讯系电商对于腾讯流量生态存在一定依赖性 20
图 32：社交类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月） 20
图 33：短视频类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月） 20

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：长视频类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）.....21
图 35：新闻类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）.....21
图 36：浏览器类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）.....21
图 37：阅读类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）.....21
图 38：阿里&拼多多为争夺用户时长所做的模块.....22
图 39：淘宝直播日均观看用户增长迅速.....23
图 40：淘宝直播 618 开播场次增长迅速.....23
图 41：农村地区网民规模.....24
图 42：中国乡村人口规模.....24
图 43：社会消费品网上销售额及占比.....25
图 44：线上渗透率较低消费品类.....25
图 45：线上渗透率较高消费品类.....25
图 46：阿里&拼多多活跃买家人均年度支出.....26
图 47：城镇居民年度消费支出情况.....26
图 48：唯品会复购用户情况（百万人）.....27
图 49：唯品会复购订单情况（百万单）.....27
图 50：主流电商平台在商品端的竞争壁垒.....27
图 51：主流电商平台在服务端的竞争壁垒.....28
图 52：阿里巴巴物流收入.....28
图 53：京东物流仓库数及物流面积.....28

表 1：腾讯发布《微信外部链接内容管理规范》.....14
表 2：直播电商平台概览.....23
表 3：天猫奢侈品女装品类官方旗舰店（截至 2020 年 5 月）.....27

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

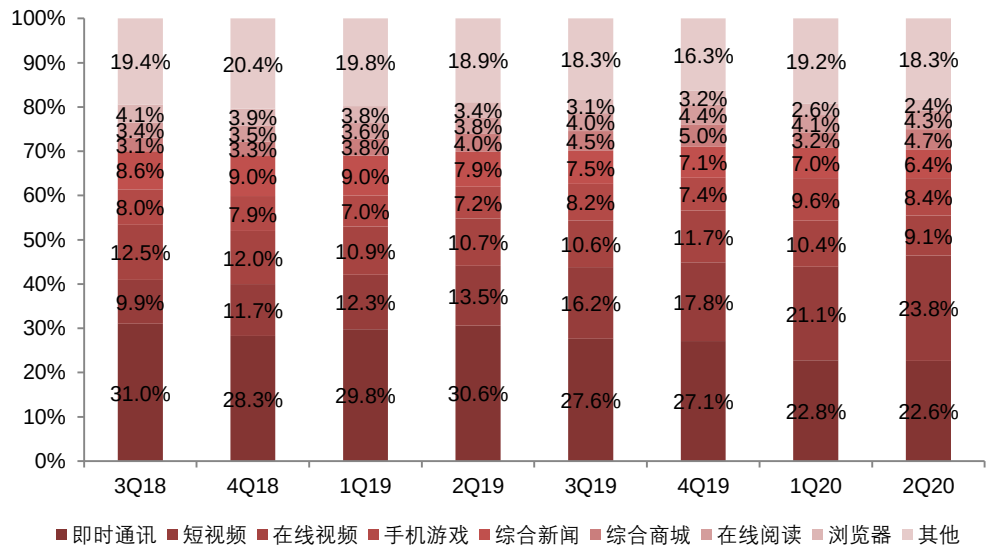
本篇报告是我们团队发布的电商行业专题系列报告第二篇，详细剖析了电商行业“流量”这一核心变量。首先，明确电商在全域流量体系中的定位和价值。其次，分析了国内电商流量的竞争格局。最后，讨论了电商在流量博弈中的成长路径。

1 全域流量版图：电商是变现出口，流量红利期已过

1.1 电商是流量的出口而非入口

即时通信、视频、游戏、新闻是流量的主要入口。根据极光大数据的统计，自 2018Q3 以来，即时通信始终是占据移动网民最长使用时间的 APP 类型，但是其占比正在逐季下降。与之相反，短视频类 APP 的使用时长占比逐步攀升，于 2019Q1 超过在线视频，2020Q2 超越即时通讯。即时通信和视频类 APP 合计占比移动网民使用时间超过 50%。除此之外，另外两个占据较高使用时间比例的 APP 类型分别为游戏以及综合新闻。

图 1：移动网民人均 app 每日使用时长占比



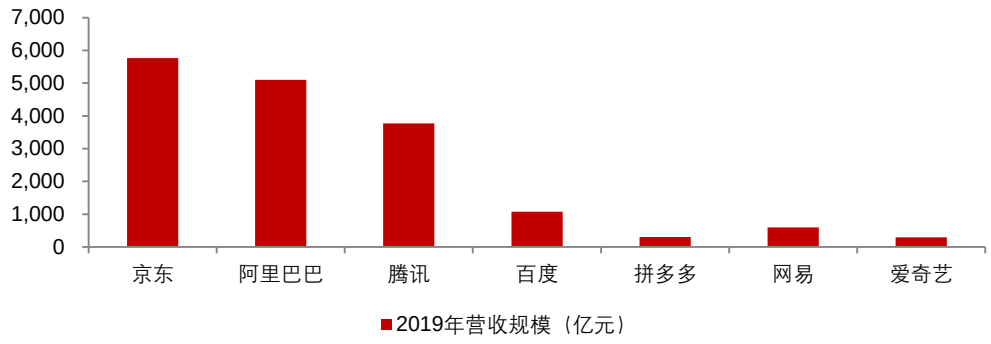
资料来源：极光大数据，东方证券研究所

电商承载了全域流量的出口作用。对比各大互联网公司 2019 年营收规模来看，两大电商平台阿里巴巴与京东位列前两名。综合商城以不足 5%的用户使用时间占比，创造了极高的行业整体营收规模，我们认为其背后展现清晰的用户行为逻辑以及流量传导路径：流量从各种类型的移动 APP 端接入，通过广告等形式的消费者教育后流入电商平台，最终完成交易变现。在这一清晰的流量传导路径中，电商平台承载了全域流量变现的重大作用。

直播促使电商占比移动网民人均使用时长呈现增长趋势。电商的占比移动网民使用时间从 2018Q3 以来的 3.1%逐步增长至从 2019Q4 的 5.0%，2020Q1 出现大幅下滑的主要特殊原因是疫情的爆发导致对消费需求的压制，且 2020Q2 已经回升至 4.7%。我们认为，产生这一趋势的原因在于电商直播的兴起。根据上文的分析，电商作为流量出口若仅仅具备完成交易的属性，其对于用户使用

时间的占有能力将持续降低，从而触发各类可能的隐患如外部流量依赖、流量黏性低、平台话语权降低等。过去阿里巴巴、京东等平台均有过社交、游戏等层面的尝试，但是本质上还是在建立电商以外的流量再进行导流。但是，直播电商的兴起，意味着电商在“购物”这一消费行为上开始实现了真正的渗透，电商行业找到了一个与自身绑定的流量入口。

图 2：各大互联网公司 2019 年营收规模

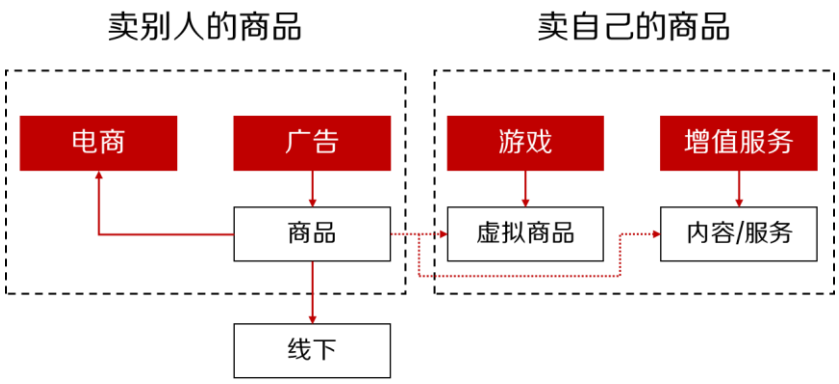


资料来源：公司公告，东方证券研究所，注：阿里巴巴 2019 年收入由 FY2020 数据近似代替

1.2 流量变现对电商存在路径依赖

变现的本质是产生商品交易，不同方式之间的区别在于商品的属性。目前最为主流的互联网流量变现的手段有四种：电商、广告、游戏、增值服务。所有的变现手段归根结底是产生商品交易，我们将其总结为“卖别人的商品”和“卖自己的商品”。游戏内的虚拟商品、增值服务包含的内容以及服务性质的商品是基于互联网公司不同属性而提供的属于其自己生产的商品，大部分内容均为虚拟商品。广告是将不同品牌、厂商、类目的商品通过更多样化的方式呈现给消费者，提高消费意愿。电商是提供一个完整的平台，最终促成线上的交易完成。以上不同的变现方式，商品的属性存在差异，但是本质上均是通过交易商品实现变现。

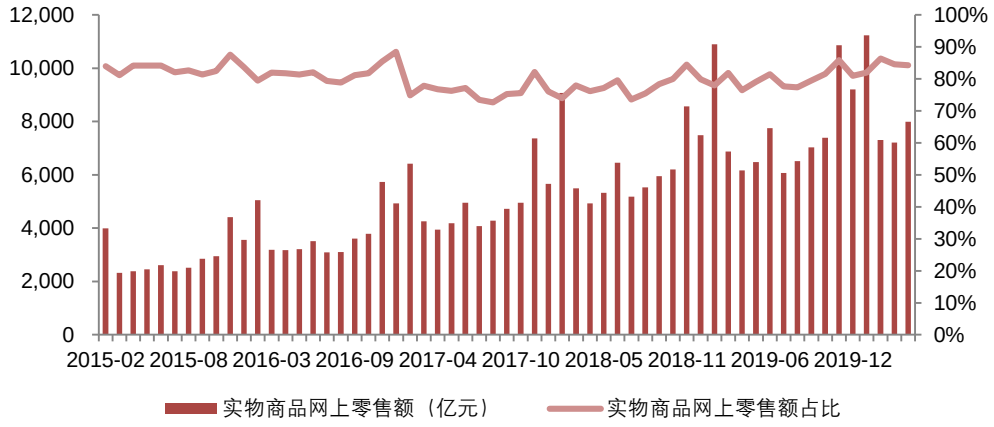
图 3：流量变现方式



资料来源：东方证券研究所

电商能够成为最主要流量出口的核心原因在于变现效率。根据国家统计局对于实物商品网上零售额的统计，从 2015 年以来，其占比总的网上零售额比例始终保持在稳定的水平，在 75%-85%范围内波动。大部分的网上零售均是实物商品。由于流量变现的路径中，广告获得的流量会根据不同的分发逻辑导入线下、电商以及其他类型的流量变现渠道中，游戏和增值服务大多为虚拟商品占比较小，因此，以实物商品交易为主体的电商（电商也存在部分虚拟商品）将承载极高比例的变现流量。不论是以何种方式导入的流量，其最终在变现渠道的最后一环很大程度会通过电商，这种强有力的路径依赖使得电商具备优秀的变现效率，承载着流量出口的核心作用。

图 4：非实物商品网上零售额及其占比情况



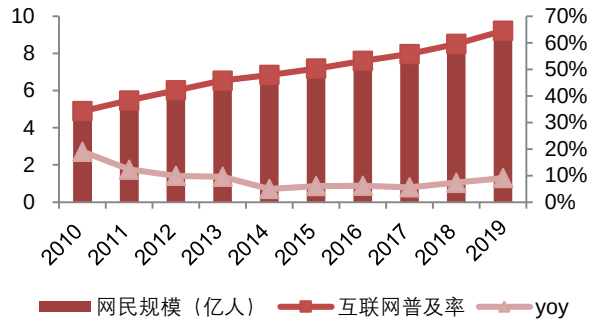
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

1.3 公域流量天花板渐近，获客成本提升

网民规模多项指标见顶，公域流量的红利期已经结束。从网民整体数量上来看，截止 2020 年 3 月，中国网民规模达到 9.04 亿人，互联网普及率 64.5%，网民增速连续多年保持较低个位数的水平（2019 年数据异常升高是由于使用了 2020 年 3 月的数据进行替代）。从手机网民规模上来看，截止 2020 年 3 月，总规模 8.97 亿人，渗透率达到 99.3%，移动端的渗透基本完成。从网民城乡结构上来看，截止 2020 年 3 月，城镇地区网民规模 6.49 亿人，互联网普及率 76.5%，农村地区网民规模 2.55 亿人，互联网普及率 46.2%，城镇地区普及率已经达到较高水平，农村地区普及率相对较低。虽然从普及率上看空间仍然存在，但是考虑到目前仍未普及人群的特征：年龄偏高、贫困、地区偏远，公域流量的红利期已经结束，流量的边际获取成本提升是必然趋势。

国内最大的两个公域流量池规模已经达到瓶颈。微信和支付宝分别是国内即时通信和第三方支付领域的巨头，是最大的两个公域流量池。根据 Trustdata 的统计数据，微信的 MAU 自 2018 年 5 月起至 2020 年 7 月在 10-11 亿规模的水平波动（微信用户还需要考虑存在一人多户的情况），支付宝的 MAU 自 2019 年 2 月起至 2020 年 7 月在 6-7 亿规模的水平波动。两大“顶流”在进入 2019 年之后均已表现出获得新增用户陷入瓶颈。

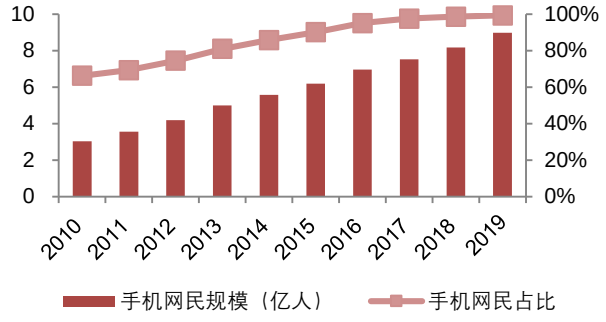
图 5：中国网民规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

注：2019 年数据由于疫情原因由 2020 年 3 月底数据代替

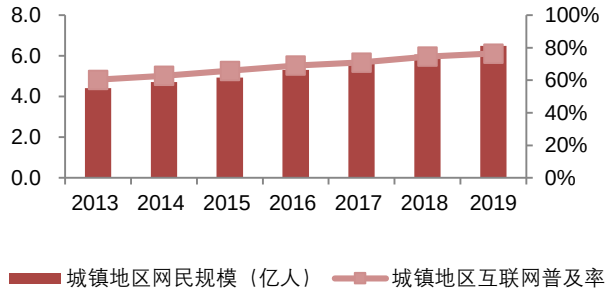
图 6：中国手机网民规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

注：2019 年数据由于疫情原因由 2020 年 3 月底数据代替

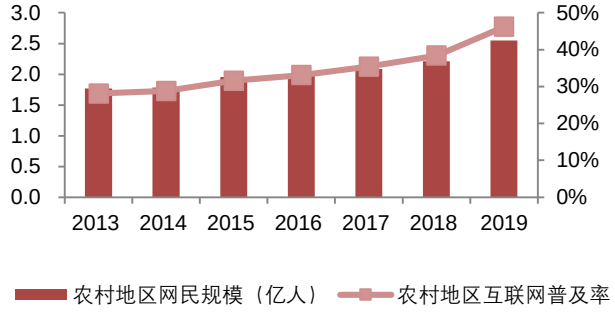
图 7：城镇地区网民规模（亿人）



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

注：2019 年数据由于疫情原因由 2020 年 3 月底数据代替

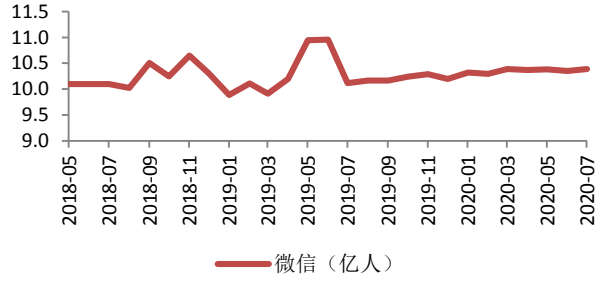
图 8：农村地区网民规模（亿人）



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

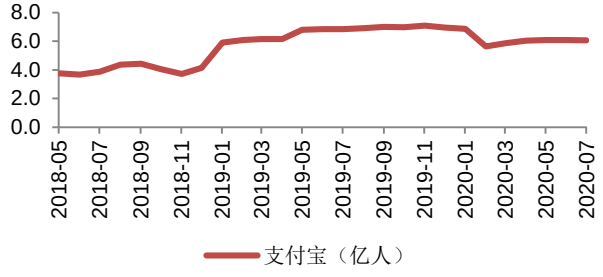
注：2019 年数据由于疫情原因由 2020 年 3 月底数据代替

图 9：微信 MAU



资料来源：Trustdata，东方证券研究所

图 10：支付宝 MAU

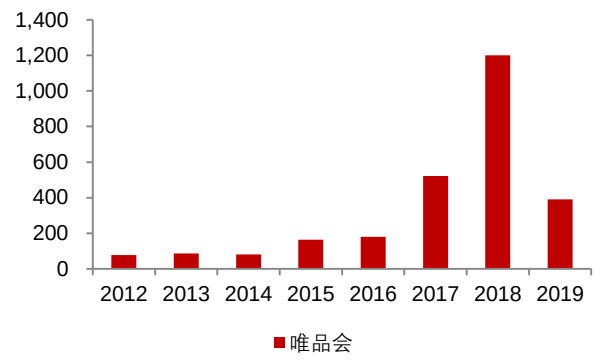


资料来源：Trustdata，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公域流量见顶导致获客成本提升。首先定义：边际获客成本=销售费用/新增用户数量，销售费用虽然同时包含获取新增用户的费用和留存老用户的费用，但是一定程度也能反应出互联网公司在获取新增用户上的费用投入。考虑到阿里巴巴和京东新增用户占比总用户数量较低，且存在多业务同时产生销售费用的情况，我们选择唯品会及拼多多观察电商行业的获客成本变动。再选择阅读类、视频类的企业进行边际获客成本计算。可以清晰地发现，2016 年以来，互联网行业整体的边际获客成本呈现明显的上升趋势，这与公域流量见顶逻辑上存在互相印证。

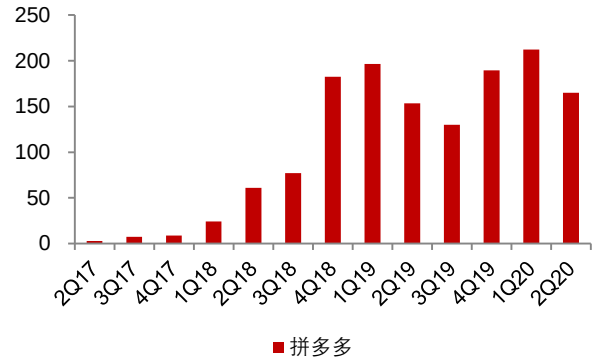
图 11：唯品会边际获客成本（元/人）



资料来源：wind，东方证券研究所

注：边际获客成本=销售费用/新增用户数量

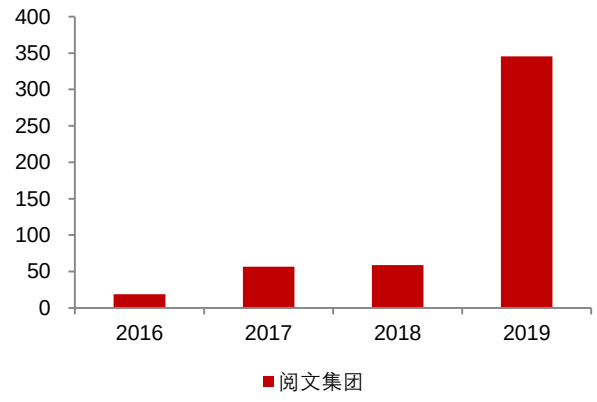
图 12：拼多多边际获客成本（元/人）



资料来源：wind，东方证券研究所

注：边际获客成本=销售费用/新增用户数量

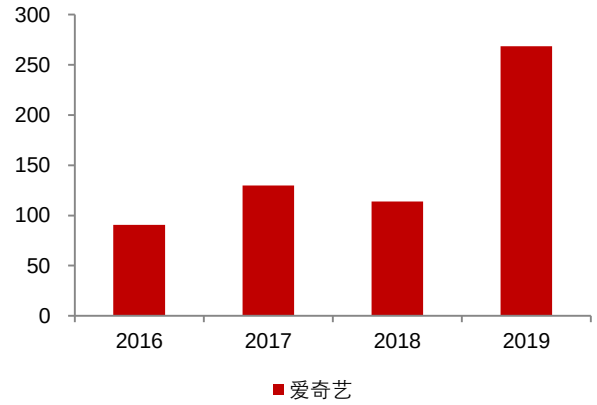
图 13：阅读类边际获客成本（元/人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：边际获客成本=销售费用/新增用户数量

图 14：视频类 APP 边际获客成本（元/人）



资料来源：wind，东方证券研究所

注：边际获客成本=销售费用/新增用户数量

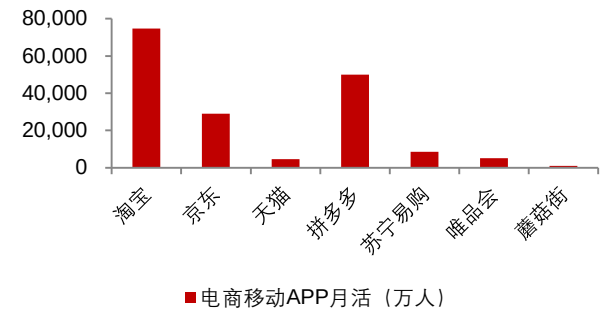
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2 电商流量版图：两大阵营清晰，第三极仍待观察

2.1 阿里系 VS 腾讯系：截然不同的流量运营体系

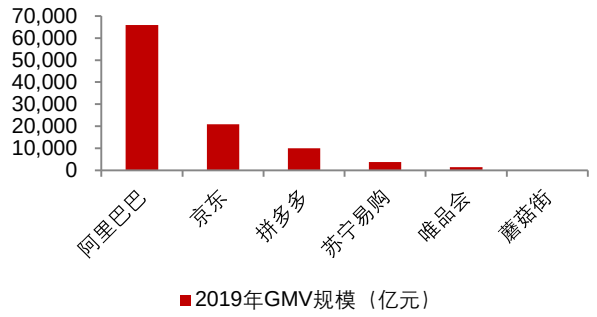
电商行业经过多年的角逐比拼，已逐步发展为成熟的两大阵营、三大巨头。从 MAU 及 GMV 两个维度衡量，阿里巴巴、京东、拼多多三家平台构成第一梯队（万亿级 GMV、亿级 MAU），苏宁易购、唯品会两家构成第二梯队（千亿级 GMV、千万级 MAU），蘑菇街、聚美优品等其它小型电商平台构成第三梯队。第一梯队中京东与拼多多同为腾讯系，第二梯队中苏宁易购与唯品会分属阿里系和腾讯系。电商行业头部两大阵营、三大巨头的格局已逐步稳固。

图 15：各电商平台移动端 MAU（2020 年 7 月）



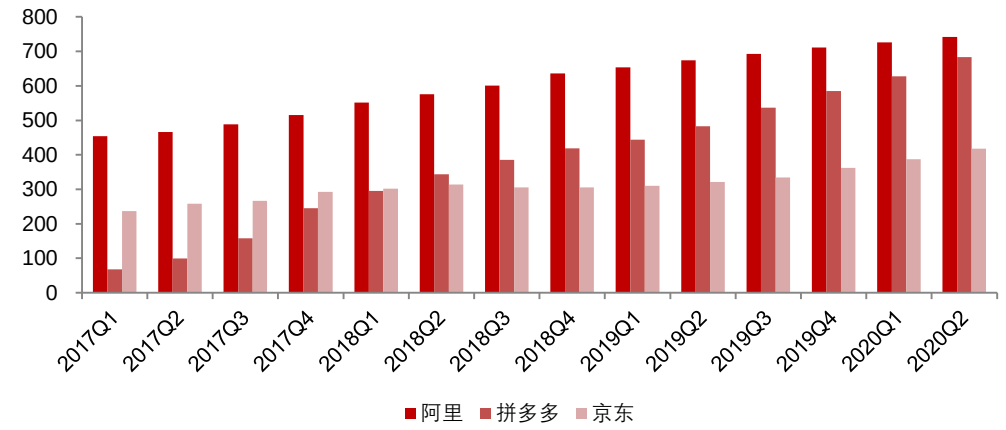
资料来源：wind，东方证券研究所

图 16：各电商平台 GMV（2019 年）



资料来源：wind，东方证券研究所

图 17：三大电商平台年度活跃用户数量对比（百万人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.1.1 阿里系：电商为根基，培育生态壮大流量圈

阿里系具备电商流量运作的闭环能力。阿里系目前唯一的内核仍是它的核心电商业务（蚂蚁金服为非并表公司，云业务仍处于成长期），其承载着所有阿里系流量的核心变现功能。阿里系已经拥有为核心电商服务的完整基础设施，包括：阿里妈妈的营销&数据功能、蚂蚁金服的支付&金融功能、云计算的技术&系统功能以及菜鸟的物流功能。基于此完善扎实的基础设施，阿里系具备对于流量从导入、运营到变现、数据记录&分析的完整闭环能力。

阿里系的流量运行模式是由外向内的。阿里系的流量运作闭环系统类似于一个漩涡，能够将吸引到的流量全部吸入，进行电商变现。这种流量运行模式表现出典型的由外向内的特征，即阿里系需要通过不断吸收外部新的流量，导入内部完成消化。这一流量运行模式决定了阿里系电商对于外部流量的获取存在极大的需求。流量入口对于阿里系具有至关重要的作用。

在流量的入口培育属于阿里的“草原”。具备优秀的电商流量运作能力的阿里系，一直致力于培育其流量生态圈。基于自身雄厚的资金实力，阿里在视频、音乐、外卖、浏览器、电影、旅行、文学、线下零售等几乎所有流量入口均完成布局。阿里的传奇创始人马云曾说过一句话：“流量入口应该是草原而不是森林”，意为阿里不会扶持一个大流量入口，而应该均衡对于不同流量入口的需求。通过收购的方式，阿里对于布局的各个流量入口均具备足够的掌控力，逐步培育起属于自己的流量入口“草原”。

图 18：阿里系的流量运行模式

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.2 腾讯系：社交为根基，赋能电商承载流量

腾讯系的流量运行体系是由内向外的。拥有 QQ 及微信这两款国民级社交软件的腾讯，在流量获取的基本盘上具备天然的优势和极高的壁垒。基于此优势，腾讯构建起以社交流量为中心的流量运行体系：以社交流量为筹码，与各类流量入口进行交互，实现各方流量的传导流通，由内向外扩展出更为庞大的流量体系，最终通过体内或体外的各个渠道进行变现。

电商是腾讯系流量变现的关键拼图之一。由于腾讯体内已经具备通过游戏、广告、增值服务进行流量变现的能力，电商是腾讯变现渠道欠缺的最后一块关键拼图。早在 2014 年之前，腾讯在电商领域存在大量布局，包括：C2C 形态的拍拍网，类似淘宝；B2C 自营平台的易迅网，类似京东； B2C 开放平台的 QQ 网购，类似天猫；还有腾讯投资的珂兰钻石网、高朋网、B2C 网上鞋城好乐买、母婴类社区网站妈妈网、团购网站 F 团等。但是腾讯的流量优势没有帮助其在电商领域站稳脚跟，数次在电商失利后，腾讯于 2014 年将旗下所有电商业务出售予京东并成为京东第一大股东。2016 年腾讯参与拼多多的 B 轮融资，并后续参与其 C 轮、D 轮融资，成为其第二大股东。

图 19：腾讯系的流量运行模式

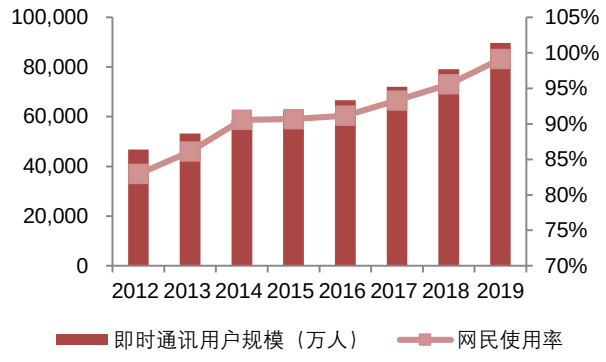
资料来源：公司公告，东方证券研究所

➢ **拼多多：星火燎原，社交裂变式成长积累而成的巨大流量**

网络购物渗透率与即时通信用户渗透率的差距背后隐藏巨大的电商流量。根据 CNNIC 的统计，截止 2020 年 3 月，网络购物与即时通信的网民使用率分别为 78.6%和 99.1%，两者的差距为 20.6%，这一差值在 2015 年为 30.6%，彼时，即时通信的网民规模为 6.24 亿人，使用率 90.7%。5 年前，几乎所有的网民均会使用即时通信类应用，但是这其中有约三分之一的人未曾参与到网络购物。这一时间节点上，腾讯作为国内即时通信的绝对龙头，在电商行业屡屡受挫，于 2014 年将电商业务

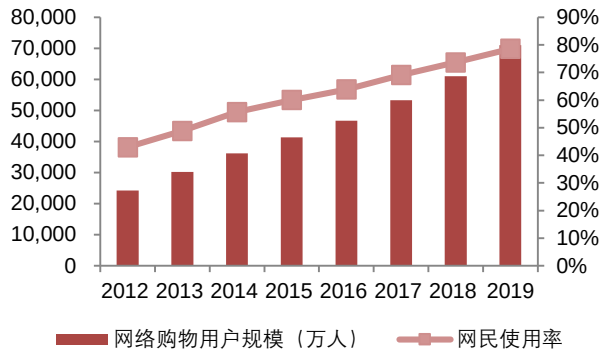
全盘出售给了京东。巨大的即时通讯用户流量，并未得到有效的激活，网络购物渗透率与即时通信用户渗透率的 30.6%差距，即是拼多多崛起的流量基础。

图 20：即时通信用户规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

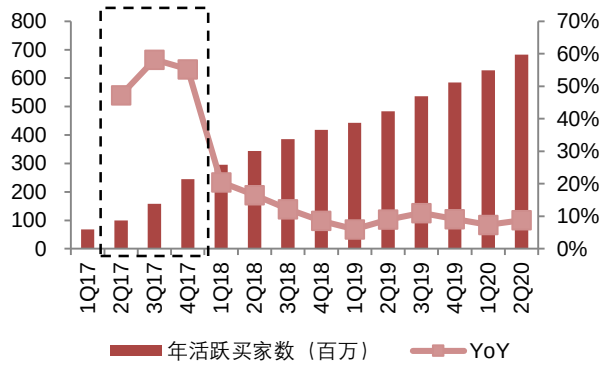
图 21：网络购物用户规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

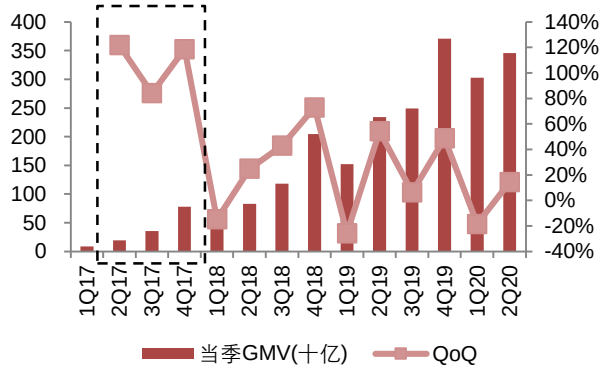
社交裂变，真正激活腾讯系社交流量的电商野蛮生长法则。腾讯于 2016 年参与拼多多的 B 轮融资正式入股，后续参与其 2017 年的 C 轮及 2018 年的 D 轮融资，成为拼多多第二大股东。在腾讯的流量体系内，拼多多实现了它的野蛮生长。在阿里与京东将重心放在消费升级的电商大环境中，拼多多抓住了那来自下沉市场的“30.6%”，通过拼团优惠、二级分销、帮忙砍价、邀请助力等具备门槛低、零成本、有收益、易分享、能累积特质的裂变传播机制，在微信的流量体系中迅速获得大量用户。从时间节点上看，拼多多的用户数及 GMV 增长最迅速的时期是 2017 年，而腾讯于 2018 年 10 月才正式对拼多多开放微信支付中的流量入口。拼多多找到的是真正激活腾讯系社交流量的电商野蛮生长法则，而非腾讯在流量端予以的扶持。

图 22：拼多多年度活跃用户



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

图 23：拼多多单季 GMV



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

《微信外部链接内容管理规范》出台，拼多多的成功路径宣告“后无来者”。2019 年 10 月 18 日，为了进一步优化微信用户的使用体验，更好地保障微信用户合法权益，微信对外发布《微信外部链接内容管理规范》，将非由微信公众平台产生（即域名地址不归属于微信公众平台）且在微信内传播的外部链接（下亦简称“外链”）内容相关管理规范进行公示。《规范》详细列举了 19 大类违规行为，其中第一条：诱导分享类内容、第三条：诱导或误导下载/跳转类内容、第四条：违规拼团类内容均为拼多多前期在微信体系内通过社交产生裂变式增长的重要途径。截止 2019 Q3，拼多多已经拥有 5.85 亿年度活跃买家，近 12 月 GMV 达到 8400 亿元，《规范》的出台对于拼多多的进一步成长影响有限，但是彻底封死了后来者重走拼多多成功路径的可能。

表 1：腾讯发布《微信外部链接内容管理规范》

序号	违规行为	具体内容
1	诱导分享类内容	要求用户分享，分享后方可进行下一步操作，分享后方可知道答案等；通过利益诱惑，诱导用户分享以及传播外链内容；用夸张言语来胁迫、引诱用户分享的
2	诱导关注类内容	强制或诱导用户关注公众帐号的，包括但不限于关注后查看答案、领取红包、关注后方可参与活动
3	诱导或误导下载/跳转类内容	外链内容所明示或暗示的金钱奖励、实物奖品、虚拟奖品等利益内容，需要下载或跳转到外部 APP；外链内容标题、页面文案、按钮说明、文字提示等与实际实现的效果不符，导致用户下载或者跳转到外部 APP
4	违规拼团类内容	虚假的拼团活动；欺诈性质的拼团活动；带有抽奖性质的拼团活动；拼团活动无明确且清晰的活动规则；任何在微信朋友圈内传播的拼团类外链内容
5	H5 游戏、测试类内容	以游戏、测试等方式，吸引用户参与互动
6	欺诈类内容	虚假红包、活动；宣传或销售侵害他人合法权益的商品；仿冒微信公众帐号排版、域名
7	违法经营及可疑服务类内容	非法分销行为；未取得法定许可证件或牌照等
8	谣言类内容	发送不实信息，制造谣言，可能对他人、企业或其他机构造成损害
9	骚扰信息、广告信息及垃圾信息	传播骚扰、欺诈、垃圾广告等信息
10	题文不符、内容低俗的信息	题文不符的信息；内容低俗的信息
11	非法获取和使用用户数据、信息	未经用户明确同意，并向用户如实披露数据用途、使用范围等相关信息的情形下复制、存储、使用或传输用户数据
12	侵害他人权利类内容	发送侵害他人名誉权、肖像权、知识产权、商业秘密等合法权利的内容
13	“宗教性捐献”及相关信息	任何传播“宗教性捐献”，可能对微信用户等的合法权益造成损害的相关信息
14	有偿投票内容	包含吸引或者要求用户有偿进行投票的内容
15	干扰正常使用、强制跳转类内容	任何强制、劫持用户跳转的内容
16	与微信或其服务平台相似功能服务类内容	与微信或其服务平台已有主要功能或功能组件相似、相同，或可实现上述功能或功能组件的主要效用的内容；页面、风格、功能、描述或使用者体验与微信或其服务平台类似，可能造成微信用户认为其所使用的功能或服务来源于腾讯或经腾讯授权的内容；

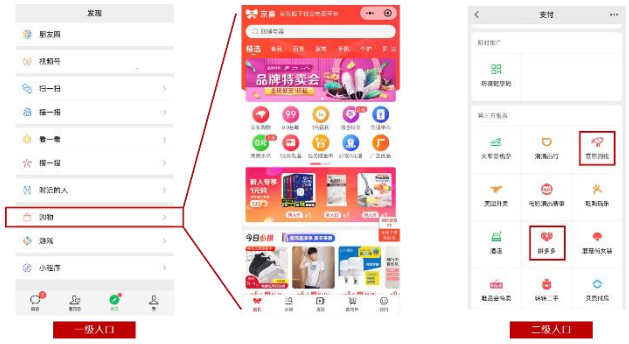
17	特殊识别码、口令类信息	外链不得含有任何由第三方软件、网页或终端生成的具有识别、标记功能的特殊识别码、口令类信息
18	其它违反国家法律法规的内容	违反宪法确定的基本原则的等 11 条
19	恶意违规及对抗行为	重复多次违规；对抗平台措施；限制页面浏览渠道；允许在微信内展示，或在微信不能完整展示等

资料来源：公司官网，东方证券研究所

➢ **京东：腾讯系流量全力支持，京喜打开空间**

京东拥有腾讯微信和 QQ 客户端的一级流量入口。单纯从流量角度，京东得到来自于腾讯的支持力度远大于其他电商盟友。2014 年腾讯与京东完成交易后，即对其开放了微信和 QQ 客户端的一级流量入口，截止到目前为止，这是微信唯一对外部 APP 开放的一级流量入口（其余 9 个一级入口中 7 个为微信内部社交模块，另外两个为游戏和小程序）。同为腾讯电商盟友的唯品会与拼多多，分别在 2018 年 4 月与 2018 年 10 月起获得在微信钱包的二级流量入口（“第三方服务”模块），拼多多曾经短时间内在“限时推广”模块获得过流量入口。

图 24：微信客户端京东拥有一级流量入口



资料来源：微信客户端，东方证券研究所

图 25：QQ 客户端京东拥有一级流量入口

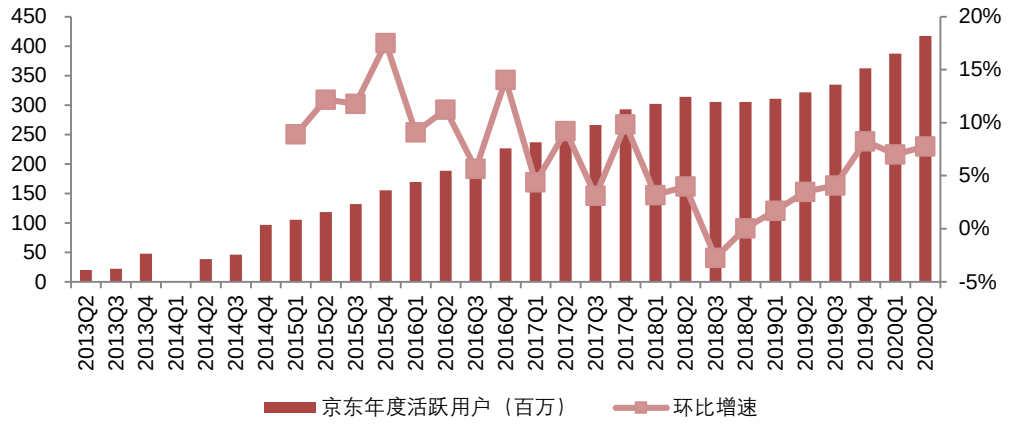
资料来源：QQ 客户端，东方证券研究所

2019 年之前，京东没有找到能够完全激活腾讯社交流量的方法。2014 年京东在与腾讯完成交易后，活跃用户数量在 2014-2015 年得到了快速增长，但是在 2016-2017 年增长开始出现明显的放缓，2018 Q1-2019Q2 六个季度的环比增速分别降低至 3.18%、3.98%、-2.74%、0.03%、1.70%、3.48%，绝对数量在 2019Q1 为 3.1 亿人，与阿里系还存在巨大的差距。这一方面是京东在品类方面依然存在短板，另一方面是京东没有完全激活腾讯社交流量。

“师夷长技以制夷”，京喜的出现帮助京东走出了用户增长停滞的泥淖。随着拼多多通过社交裂变的方式目标下沉市场实现了快速崛起，京东也开始自身战略的转变。京东于 2019 年 9 月 19 日正式上线“京喜”APP，京喜的 UI 界面与拼多多存在很高的相似度，主打爆款、低价产品。在 2019 年双 11 期间，微信一级购物入口此前链接的是京东 H5 页面改成了“京喜”的小程序页面，这一改变延续至今。同时，京东 APP 购物车页面推广“京喜”APP，让一个用户安装多个京东系 APP，实现流量复合利用，京喜 APP 购买商品可直接在京东 APP 之中结算，实现了同一个账户下数据打

通。京喜帮助京东走出了用户增长停滞的泥淖。在 2019 年的双 11 战报中，京东明确提出“京东全站新用户中来自京喜的近 4 成，表现出强大的用户拉新能力。京喜用户中，超过 7 成来自 3-6 线下新兴市场。”2019Q3-2020Q1，京东的年度活跃用户分别环比增长 4.08%、8.25%、7.02%。

图 26：京东单季度年度活跃用户数量



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 短视频崛起入局电商，第三极成长仍待观察

短视频是过去两年中成长最为迅速的流量入口。短视频行业自 2011 年起萌芽，经历多年的发展，2019 年迎来爆发式增长，用户使用时长占比从 2018Q3 的 9.9%迅速增长至 2020Q2 的 23.8%。从短视频的发展历史看，其大约经历几个阶段的发展：

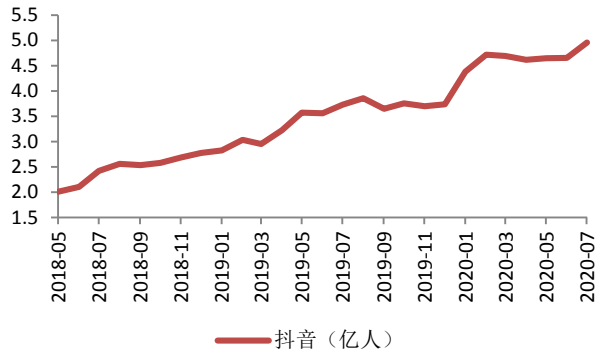
2011-2013 年：萌芽阶段。快手的出现让短视频初露峥嵘。当时的主要运用在于作为短视频雏形的 GIF 图片的制作与分享为主。2013 年，秒拍与微视的相继上线，拉开了短视频正式发展的帷幕。但是基于当时移动网速以及宽带网速的限制，硬件条件的不足，也让短视频无法进入发展的高速公路。

2014-2016 年，初步发展阶段。各种短视频平台陆续现世，小影、小咖秀抢占市场，社交媒体与短视频平台形成“双剑合璧”。2015 后，抖音、火山小视频、好看视频、梨视频等一系列短视频 APP 上线，让市场更加精细化，部分短视频平台的融资进度也达到 B 轮以上，短视频进入群雄并起的时代。

2017-2018 年，有序成长阶段。短视频平台间的竞争进入白热化，大型互联网企业开始重金布局短视频，各大主流媒体也开始进军短视频市场。抖音、快手领跑在前，秒拍、美拍等短视频平台跟随在后，用户量的激增，各大平台网红频出，短视频变现逐渐形成规模化。

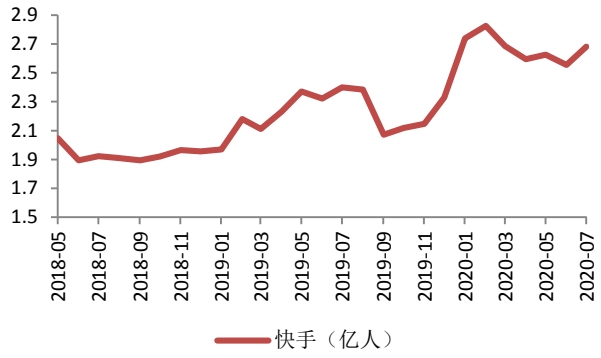
2019 年至今：爆发阶段。用户规模继续高速增长，使用时长占比快速提升，两大巨头的成长潜力不断兑现，行业的商业价值被不断放大，逐步成为仅次于即时通讯的最大流量入口。

图 27：抖音 MAU



资料来源：Trustdata，东方证券研究所

图 28：快手 MAU



资料来源：Trustdata，东方证券研究所

短视频的属性天然适合“货找人”。从商业模式来讲，腾讯系和头条系采用的方式大致相同，都是通过“流量平台+精准投送”的形式运营，是一种“货找人”的模式。但相对于腾讯，头条系的抖音短视频等形式能够带给消费者更加直观的感受和触动。短视频的属性天然适合“货”的呈现与推荐，将“货”与“人”链接的可能性也就更高。

短视频龙头抖音、快手的电商野心清晰且合理。从第一章的分析中我们就已经明确了，电商在整个流量链路中最为靠后的环节，承担着出口的作用。而短视频行业，与曾经的搜索、社交类似，处于流量的入口位置。过去，各大占据流量入口的互联网企业例如腾讯、百度、网易均尝试过在电商领域进行发展，虽然囿于多方因素均为未实现成功，但是意图十分明确。作为新近崛起的流量新贵，短视频行业同样对于电商领域存在野心。根据两大短视频巨头对于电商的规划，抖音电商将 2020 年的商品成交额目标定在了 2000 亿元，快手电商则是 2500 亿元，如果两者都能够完成既定电商目标，电商领域将会涌现一个 4500 亿元成交额的新渠道，这个数字已经与拼多多 2018 年全年 GMV 水平接近。

- **字节跳动目前已经明确了电商在公司发展战略中的地位。**2019 年，阿里与抖音 2019 年签署的约 70 亿元年度框架协议。2020 年 6 月上旬，字节跳动刚刚完成了一轮针对电商业务的组织架构大调整，正式成立了以“电商”明确命名的一级业务部门，以统筹公司旗下抖音、今日头条、西瓜视频等多个内容平台的电商业务运营。这一变化，意味着“电商”已明确成为字节跳动的战略级业务，而抖音是落实这一战略业务最核心的平台。

- **快手已与京东达成深度战略合作。**5 月 27 日，快手科技与京东零售集团正式签署战略合作协议。这项协议中确定，双方将在零售供应链、品牌营销和数据能力共建等方面深入合作共同打造短视频直播电商新生态。此次合作在 2020 年 6 月的“快手 616 品质购物节”上正式落地。根据协议，京东零售集团将通过供应链合作的方式把京东零售优势品类提供给快手平台，双方共建优质商品池，由快手主播选品销售。**快手用户将可以在快手小店直接购买京东自营商品，无需再次跳转。**此前，在 2019 年 6 月，快手电商就宣布接入京东，用户可以在快手跳转京东购买商品。本次合作则是快手与京东在电商领域合作的进一步升级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 29：抖音快手与电商平台间的合作关系

资料来源：公司公告，新浪财经，东方证券研究所，注：箭头越粗代表合作关系越紧密

短视频能否依托流量成长为电商第三极成长仍待观察。目前，抖音在电商领域已经拥有抖音小店、鲁班电商，快手建立了快手小店与快手电商，但是两家短视频龙头与三大电商均还是合作关系。过去，拥有庞大流量的腾讯和百度均在电商领域折戟，短视频能否成长为电商第三极仍然存在多方面的问题待观察：

第一，广告 or 自营的抉择。抖音方面，2019 年 6 月，抖音与淘宝签订了 70 亿元的年度框架协议，其中包含 60 亿元广告，10 亿元电商佣金。2020 年截至目前，抖音与淘宝新的年度框架协议仍在谈判过程中，规模预计将达到 200 亿。快手方面，2020 年 5 月与京东达成战略合作。短视频两大巨头目前与三大电商的合作关系依然稳定，来自电商的广告业务收入仍然是重要的变现途径。短视频行业通过电商广告变现 or 通过自营电商变现，这两条发展路径中，电商扮演的角色一种是客户，一种是竞争对手，因此存在一定矛盾性。目前看来，快手与京东的合作透露出其偏向于广告的抉择，抖音的选择仍待观察。

第二，供给侧的吸引力考验 ROI。以抖音直播电商为例，其还处于起步阶段，绝大部分品牌仍未入局。因为品牌还是把天猫作为主阵地，从抖音引流到天猫完成交易，提升销量获取阿里站内自然流量，从而确立在阿里生态内的竞争优势。抖音小店目前已经形成闭环，不用跳转到淘系就能完成转化。这对商家来说，一方面意味着抖音内流量流失率低，转化肯定更高，另一方面也意味着抖音流量对阿里生态内流量的支持作用削弱。此消彼长之间，品牌最终需要测试的两种模式下最终如何能够获得更高的 ROI。但是，国内目前全品类线上交易仍有一大部分在阿里体系内完成的情况下，商家需要阿里体系内的数字化资产（消费者、商品、品类、大盘）等来指导和量化广告投放的真正效果。

第三，电商基础设施仍待完善。物流侧来看：阿里已经构建起庞大的菜鸟物流体系，京东自成立起即以自建物流为竞争壁垒，物流体系的建设直接关系到履约成本及履约效率，从零开始的短视频电商仍然需要时间。服务侧来看：电商购物所必要的消费评价系统、售后系统、违规检测处罚系统等一系列必要的基础服务也需要逐步完善。三大电商，尤其是阿里和京东在该方面已经具备非常成熟的经验，消费者在用户体验层面的要求已经被整体提升，短视频涉足电商仍需要补足此块短板。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3 电商在流量争夺中的成长路径

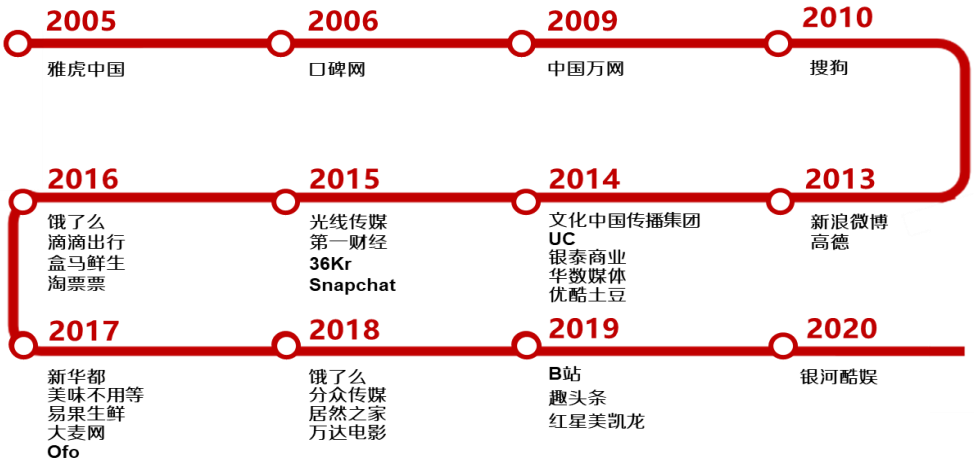
3.1 路径一：构筑生态圈，持续流量导入

巨头最为直接的逻辑：需要流量，就不断寻找新的流量。

➢ **阿里系：围绕生态战略投资，流量入口是重要布局**

阿里偏向于战略投资者，寻求的是与阿里本身电商和本地生活业务的协同，更具掌控欲。阿里曾在2018 财年报中明确表示，不会出于纯粹的财务原因进行投资和收购，而是侧重于加强阿里的生态系统、创造战略协同效应，并提高公司整体价值。因此，投资是阿里拓展其商业生态的手段之一，当投资的项目对阿里集团重要性提升时，阿里会从投资逐渐转变为控股，甚至全资收购。自 2005 年起至今，阿里对于线上线下各类流量入口做出了大量布局。其中至今还运作良好并具有充足导流能力的包括 B 站、小红书、分众传媒、UC、微博、优酷、趣头条、陌陌、高德等。

图 30：阿里巴巴在流量入口的投资收购（截止 2020 年 3 月）



资料来源：公司公告，企查查，东方证券研究所

➢ **腾讯系：依托社交流量基本盘，绑定腾讯流量生态**

腾讯系电商对于腾讯以社交为基础的流量生态存在一定依赖性。截止 2020 年京东港股招股书披露，其主要投资公司包括：易车及易鑫、途牛（计划出售）、永辉、达达、Farfetch、中国联通、唯品会、万达商业地产、江苏五星、爱回收。根据企查查对于拼多多投资动态追溯，其目前参与的投资对象包括付费通、国美零售。腾讯系电商整体对于流量入口的布局甚少，其对于腾讯的流量生态存在一定依赖性。这一方面，由于腾讯打造的以社交为基础的流量生态具备极强的竞争力，与阿里系电商的竞争中，腾讯系电商若单独进行布局不具有性价比；另一方面，腾讯对于各类不断出现的流量入口保持着极高的关注，更希望将其集成到自己的流量生态中，而非将机会让出。

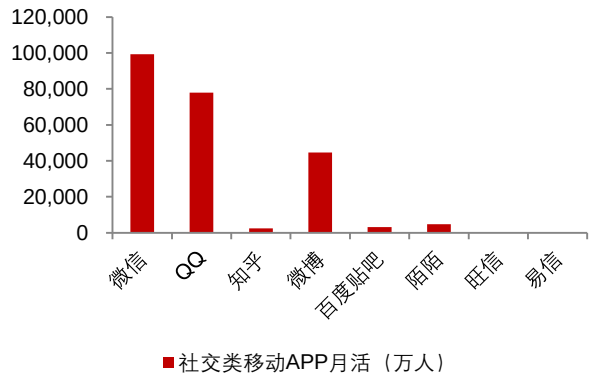
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 31：腾讯系电商对于腾讯流量生态存在一定依赖性

资料来源：公司公告，东方证券研究所

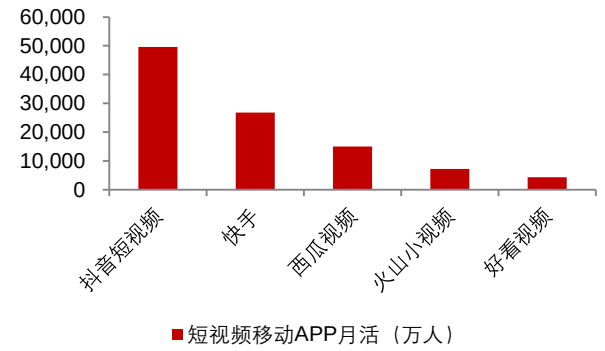
流量入口争夺激烈，不只是电商层面的竞争。以截止 2020 年 7 月为止用户时长占比最高的几个大类移动 APP 为例，社交、短视频、长视频、新闻、浏览器、阅读，每个流量入口的争夺都十分激烈，存在 2-3 个头部 APP，以及多个中腰部的 APP。流量入口的争夺，是跳出电商层面的竞争，阿里系作为电商龙头，所面临是来自腾讯系、百度系、头条系以及各类中小创业企业等全互联网领域的竞争对手。每一类流量入口，均有其不同的运营策略和发展思路，对于企业的要求也不尽相同。从这一层面看，阿里系控股的战略相较于腾讯系参股合作的战略具有更高的操作难度和经济风险。

图 32：社交类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）



资料来源：wind，东方证券研究所

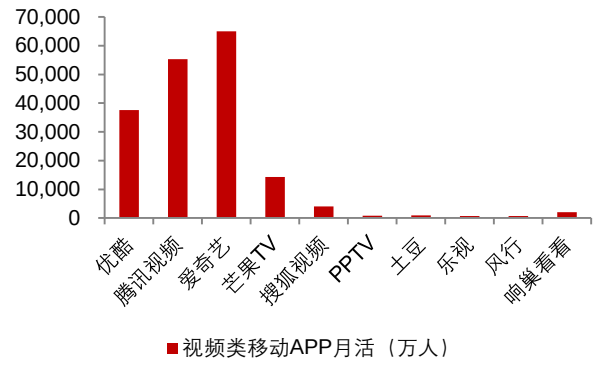
图 33：短视频类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）



资料来源：Trustdata，东方证券研究所

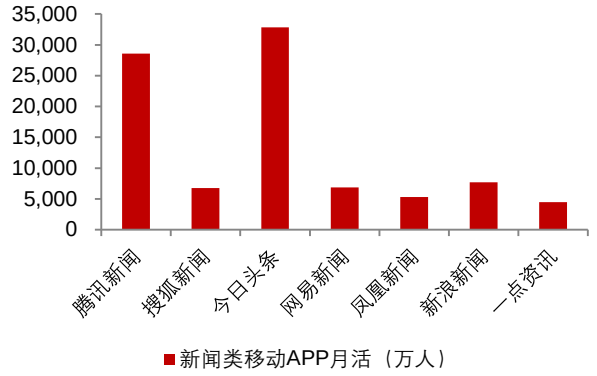
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：长视频类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）



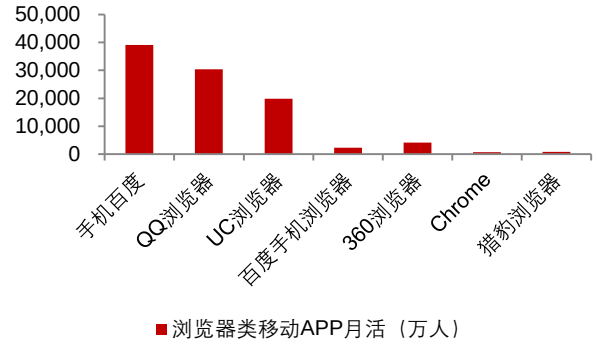
资料来源：wind，东方证券研究所

图 35：新闻类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）



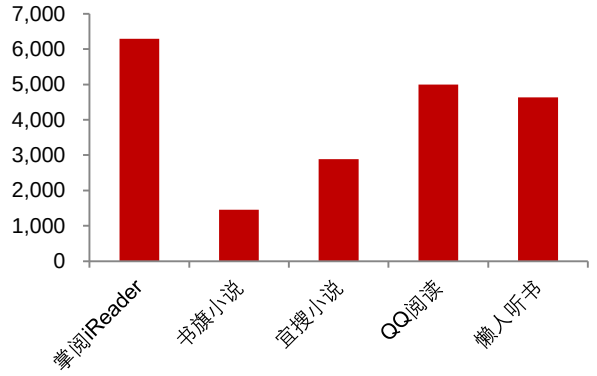
资料来源：wind，东方证券研究所

图 36：浏览器类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）



资料来源：wind，东方证券研究所

图 37：阅读类 APP 移动端 MAU（2020 年 7 月）



资料来源：wind，东方证券研究所

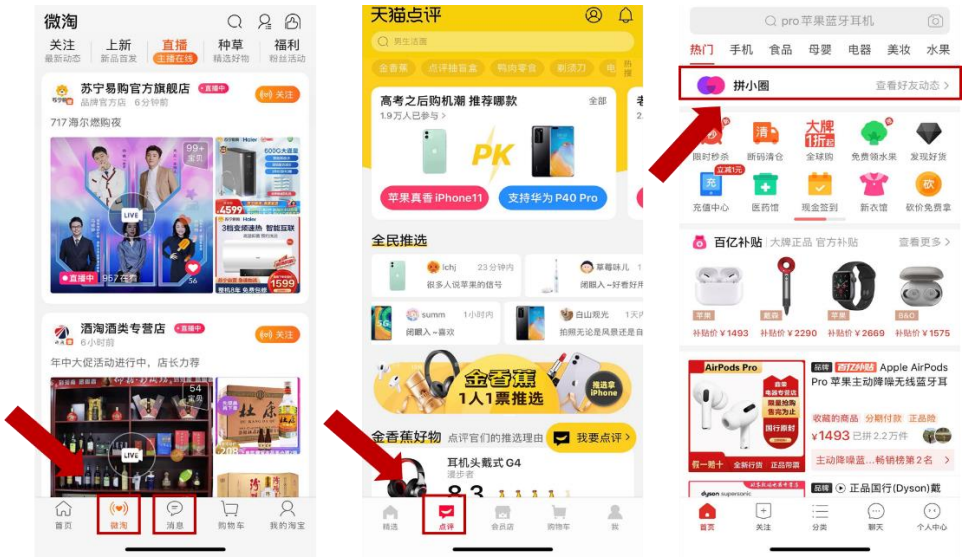
流量更迭永不停歇，保持寻找，寻找更持久的入口。没有一个流量入口能恒久保持生命力。360，曾与腾讯爆发“3Q”大战的初代流量王，凭借 360 安全卫士、360 安全浏览器、360 搜索、360 手机管家，横跨个人电脑（PC）和智能手机两大战场，优质流量充足，但是伴随移动互联网深入普及，用户逐渐从 PC 转移到智能手机上，无论是苹果还是华米 OV，各手机品牌都选择把应用商店、安全清理等功能集成在自己手中，360 的流量出现断崖式下滑。百度也面临相似境遇，PC 时代中谷歌退出中国后百度在搜索引擎中一家独大，占有极大规模的优质流量，但是同样也是伴随移动互联网深入普及，用户流量被各类 APP 瓜分，百度流量规模及质量出现下降。哪怕是凭借“社交”这项最宝贵资源穿越了多场流量战争的腾讯，如今也正面对来自字节跳动的巨大挑战，社交流量正面临短视频流量的巨大冲击。流量的更迭仍会持续，对于电商来说，跟随时代的潮流寻找流量入口的步伐不可停止，新的机会将不断出现。更为关键的是，找到那些更为持久的入口。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.2 路径二：强化流量入口属性，降低导入依赖

从“搜”到“逛”，电商对于流量入口属性的追求。不同类型的电商对于自身流量入口属性的需求不同，以京东为例，其主要收入源于自营，广告截止 2020Q2 仅占比 6.99%，因此其核心目标是完成交易，而非流量在平台内的停留。阿里与拼多多则是完全不同的逻辑，以阿里为例，其广告收入已经占有一个较高的收入比例（2020Q2 为 33.45%），无论是促进成交的卖货广告，还是宣传新品与品牌形象的曝光型广告，都是重要的收入来源，这种广告性质的变现就需要抢占用户量与用户时长。广告变现的需求，使得平台型电商对于自身的流量承载能力存在迫切的需求。如何从“搜”进化为“逛”，一直是平台型电商追求的目标。

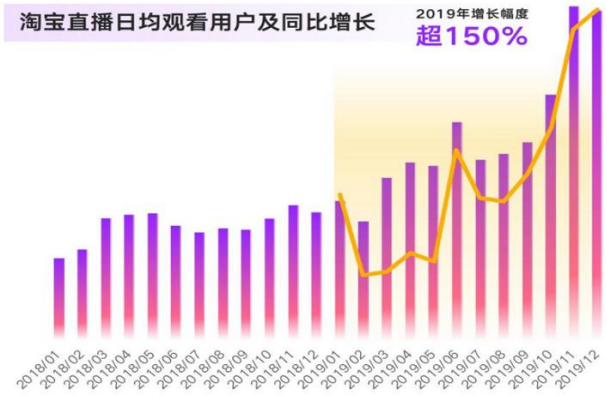
图 38：阿里&拼多多为争夺用户时长所做的模块



资料来源：电商移动客户端，东方证券研究所

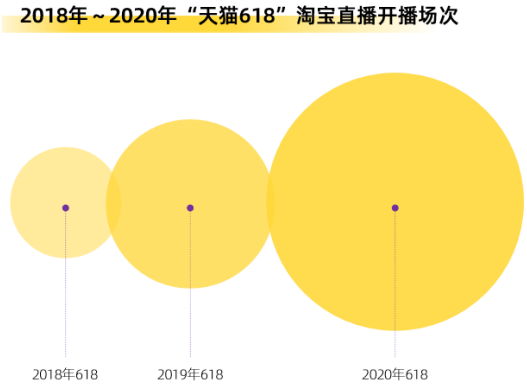
直播电商或成为电商强化自身流量入口属性的重要手段。以淘宝直播为例，平台于 2016 年上线，2019 年 1 月上线独立 APP。2018 年淘宝直播 GMV 已突破 1000 亿元，增速达 350%，2019 年 GMV 突破 2000 亿元。根据《2020 淘宝直播新经济报告》，淘宝直播的日均观看用户同比大幅增长 150%，环比在 3、6、10、11 月份增幅最为明显，重度用户的规模持续扩大，每天观看时长超过 1 小时的用户同比增长达到 40%。根据《天猫 618 淘宝直播创新报告》，2020 年 6 月 1 日天猫 618 正式开场，淘宝直播单日成交支付金额超过 51 亿元。截止 16 日早上 7 点，淘宝直播引导成交金额同比增长超过 250%。从 2018 年-2020 年，天猫 618 直播开播场次逐年攀升，今年同比去年开播场次增速超过 123%。618 期间，共有 300 多位明星参与直播带货，100 多位省长、市长、县长投入村播计划，600 多位总裁亲自下场参与直播。直播电商在供给侧具备良好的基础，受到了商家及品牌的高度重视，在需求侧可获得流量急速膨胀。基于直播电商的发展，电商平台承载的商品展示、品牌宣传、供需侧链接的功能被进一步放大。直播电商能够作为一种新型的流量获取手段，将入口属性赋予电商平台。

图 39：淘宝直播日均观看用户增长迅速



资料来源：淘榜单，东方证券研究所

图 40：淘宝直播 618 开播场次增长迅速



资料来源：淘榜单，东方证券研究所

表 2：直播电商平台概览

消费类直播平台	入场时间	战略定位
淘宝直播	2016/5	致力于成为定位美妆、母婴、潮搭的中国最有价值直播平台。2020 目标 10 万个月收入过万主播， 100 个年销售过亿的 MCN 机构
京东	2017	10 亿资源联合 MCN 孵化红人,评选京品推荐官。
拼多多	2019/11	20 年 1 月上线多多直播，3 月开放 MCN 入驻。通过流量浮现吸引商家直播，主打农产品供应链与全球购
蘑菇街	2019/7	“蘑菇街直播双百计划”，孵化 100 个销售额千万主播；20 年新增约 5000 名主播、2000 家直播商品供应商。
网易考拉	2019/8	美妆达人和辣妈 KOL 直播，考拉 ONE 物”已有 10000+达人
快手	2017	快手小站及电视平台引流，主打食品、日用品、美妆、珠宝
抖音	2017	抖音小店及电商平台购物引流，主打食品、日用品、美妆
小红书	2019/6	情感营销+自营商品+不对外倒流。小红书偏重种草属性，创作者的互动分享体验式带货，以分享和聊天为主，偏向于情感属性的带货氛围。
微信小程序直播	2020/2	微信官方提供的商家经营工具，目前唯一的私域流量直播

资料来源：公司公告，中国产业信息网，东方证券研究所

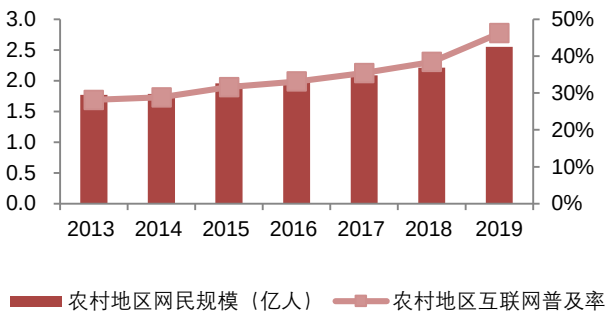
直播电商流量入口属性价值高于变现属性。直播这种购物引导路径下，虽然用户侧的决策链条短了，但供给侧添加了 MCN、KOL 以及内容平台后，供给侧利益分配的链条却更长了，尤其是 KOL 与 MCN 以坑位费、佣金抽成比例较高。真正适合通过直播电商盈利的商品大致只有三种类型：1）能够承担 20-30%高抽佣的高毛利品类；2）低成本的农产品与工厂、白牌货，产地直达用户；3）品牌库存的、尾货，低价清仓不会影响定价体系。对于很多的商家和品牌来说，通过直播电商完成的变现大多是“赔本赚吆喝”。直播电商对于商家和品牌来说，真正的价值在于这是一条高效的品效合一的宣传与营销路径。对应于电商平台来说，直播电商的直播电商流量入口属性价值高于变现属性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.3 路径三：开拓新的公域流量，把握下沉&线下机会

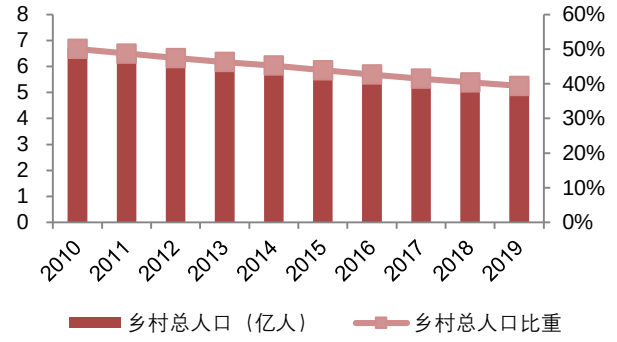
下沉市场巨大的未激活流量是目前公域流量的巨大增长点。中国低线城市及乡村地区存在大量人口，但是截至 2020 年 3 月，农村地区互联网渗透率还不足 50%，巨大的下沉市场会随着互联网普及率的提升而逐步释放。我们在第二章中已经分析过，过去三年，拼多多的崛起正是得益于对于下沉市场流量的开拓。2019 年 1 月-2019 年 6 月，阿里巴巴国内零售平台用户增长数量为 5600 万，其中 70%来自下沉市场。根据 QM 披露，2019 年双十一期间新增用户的城市分布等级中，三四五线城市的新增用户分别占据淘宝、京东、拼多多、苏宁易购和唯品会的比例为 72.4%、62.8%、62.9%、68.3%和 62.3%。2020 年 Q1，京东旗下京喜 APP 整体用户中 3-6 线占比接近 70%，创造接近 50%的 GMV。

图 41：农村地区网民规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

图 42：中国乡村人口规模



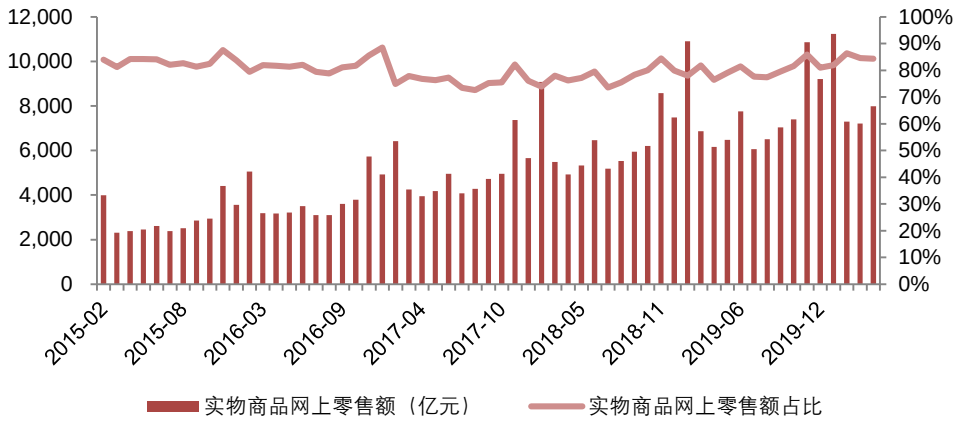
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

线上渗透空间依然巨大，多品类仍未突破。截至 2020 年 6 月，国内实物商品网上零售额 2020 年 H1 占社会消费品零售总额比重达到 25.2%，6 月较 5 月进一步上升 0.9 个 pct，比例继续大幅提升。分品类来看，截至 2019 年，服饰鞋类、家电、宠物用品、消费电子线上渗透率分别为 34.26%、44.53%、42.85%、45.83%，已经达到一定规模，但是另一方面软饮料、生鲜、包装食品线上渗透率分别仅为 3.37%、6.34%、10.47%。

低渗透率品类背后隐藏巨大的流量发掘空间。我们认为，多品类仍未突破的原因是复杂的。从品类方面看，由于部分品类具有高时效性要求（生鲜），部分具有冲动型特征（口香糖），部分不便配送（软饮料），线上渠道无法完全满足不同品类的独立需求；从渠道方面看，由于传统的线下零售已经发展得较为成熟，沃尔玛、家乐福、永辉超市、家家悦等能够在局部或大部地区为消费者提供全场景覆盖，挤压了线上渠道的发展空间；最本质的原因，从价格方面看，由于快消品相较于服饰、消费电子等产品单价明显更低，产品价格与配送成本的冲突导致了线上渠道无法在价格端形成优势，导致了线上渠道的吸引力降低。每一个低渗透率品类背后，都存在难以攻克的痛点，同时，也意味着背后还有巨大的流量等待着挖掘。

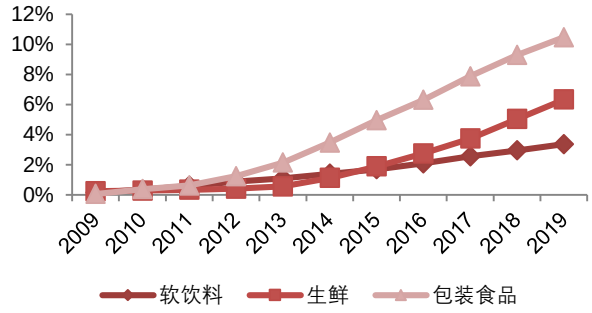
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 43：社会消费品网上销售额及占比



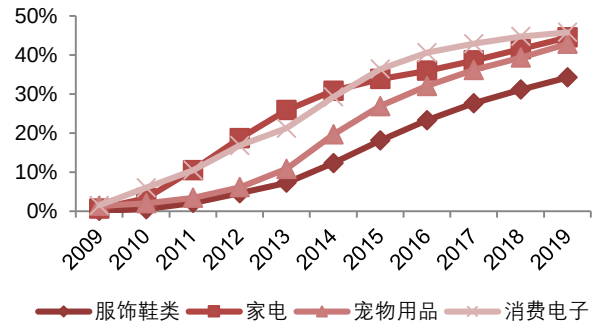
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 44：线上渗透率较低消费品类



资料来源：wind，东方证券研究所

图 45：线上渗透率较高消费品类

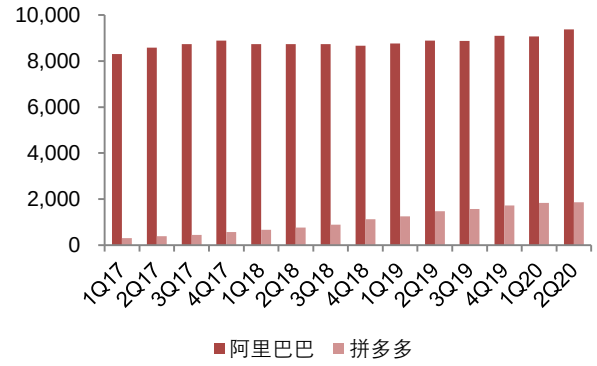


资料来源：wind，东方证券研究所

线下流量的价值不仅仅在于流量本身，更在于电商对用户画像构建完整性的支持，数据是隐藏的核心资产。我们可以对比阿里巴巴以及拼多多活跃买家人均的年度支出与城镇居民的年度消费支出。拼多多目前还在成长期，与阿里巴巴还存在的一定差距。阿里巴巴的活跃买家人均的年度支出/城镇居民的年度消费支出数据从 2012 年以来并没有出现明显的上升趋势，这一比例稳定在 40%左右的水平。这意味着，以广品类，高 SKU 著称的阿里巴巴也完全没有办法仅通过自身数据构建出全场景下完整的用户画像。数据，是电商未来的核心资产之一，依托数据构建的完整用户画像能够帮助电商实现真正“千人千面”的目标，从而用户体验及商家品牌的 ROI，最终提升货币化率及盈利能力。进一步挖掘线下流量在电商发展至现阶段的情况下是存在一定难度的，但是其背后超越流量价值的数据价值，是未来电商进一步成长所必须的要素。

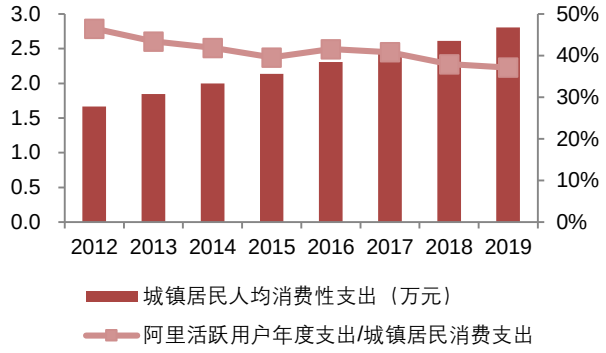
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 46：阿里&拼多多活跃买家人均年度支出



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：城镇居民年度消费支出情况



资料来源：wind，公司公告，东方证券研究所

3.4 路径四：深化流量经营，转流量为留量

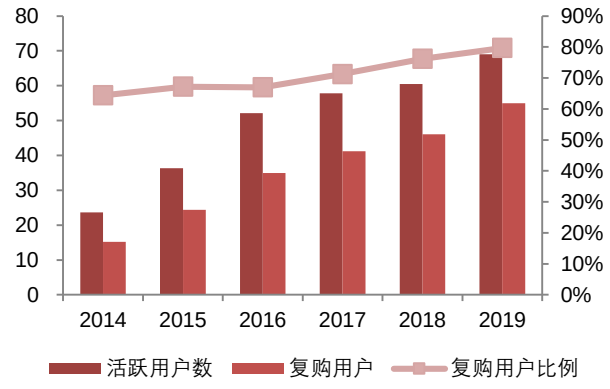
过去 10 年，仅凭借流量优势经营电商的企业成功概率不高。各个行业的多家企业用巨大的代价证明了这个事实。例如：顺丰，以快递业所带来的的流量基础切入电商领域，但是顺丰优选自 2012 年上线起，始终未有大的突破；银行，支付领域的绝对霸主，拥有巨大的用户流量，2015 年起各大银行均建立起自己的电商平台，但几年后大多数都变成了服务于内容员工以及会员客户的福利平台；此外，搜索引擎时代头部玩家百度，消费决策入口小红书、蘑菇街，甚至是国内流量领域的绝对王者腾讯，均在电商领域折戟成沙，难现大作为。

根本原因在于：流量是一种很浅的关系，而电商需要一整条完整的商业链路。从流量出发，到最终构建出完整的电商商业体系，需要经过的链路需要包括且不限于以下环节：流量、商品、广告推送、成交平台、物流配送、售后服务、评价系统。顺丰优选：在建立初期就将商品定位于生鲜品这一最难以线上渗透的环节，同时难以完成优质的售后服务，多环节的缺失导致其难以获得长足的发展。银行电商平台：庞大的 SKU 体量，薄弱的物流配送能力，落后于主流平台的售后以及评价系统，银行电商也同样存在多环节的缺失或薄弱项。微商：朋友圈的首次被挖掘的电商变现路径，同样是在商品、售后、评价等几个方面存在难以克服的弱点。

经营流量，从流量到留量的转化是电商所需要的核心竞争力。以唯品会为例，作为极少数与阿里及京东长期竞争后仍能存活并运转良好的垂直电商平台，其全链路没有明显的短板，同时在高度重视流量留存。自 2014 年起，唯品会就将增强用户粘性，增加留量用户放在公司发展战略中的极高位置，严格量化复购用户情况及复购订单情况，在这两项指标上不断取得进步。当然，如何做到从流量到留量的转化，对于电商而言就需要具备自身所特有的壁垒，是必要的核心竞争力之一。

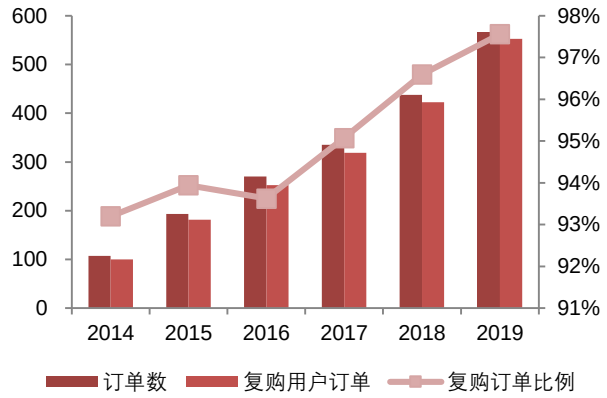
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 48：唯品会复购用户情况（百万人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 49：唯品会复购订单情况（百万单）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

壁垒构建：商品端。所有主流电商平台在商品端均能构筑壁垒。阿里巴巴：凭借先发优势，逐步完成“消费升级”过程，与众多品类下的品牌形成稳定的合作关系，以天猫奢品为例，几大主流奢侈品牌自 2018 年起逐步入驻，形成阿里在商品端的比例。京东：3C 产品的可靠性对于消费者在做决策时占有极高权重，凭借“7 天无理由退货”规则，逐步建立与消费者信任关系，成为消费者在电商平台 3C 产品的第一选择。拼多多：低价策略的坚决执行者，通过 C2M 反向定值高度压缩成本后，为消费者提供最低的价格，大部分商品均为真正去品牌化的白牌。唯品会：品牌+特卖，深耕服装领域，与众多品牌形成稳定合作后，成为标志性的低价特卖平台。苏宁易购：从线下逐步完成转型，家电领域多年线下经营而来的沉淀，电商化成果显著。

图 50：主流电商平台在商品端的竞争壁垒

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：天猫奢侈品女装品类官方旗舰店（截至 2020 年 7 月）

天猫奢品	入驻时间	粉丝量（万）
Acne Studio	2019/8/27	32.1
ALEXANDER MCQUEEN	2019/3/15	17.3
Alexander Wang	2020/1/31	5.0
BOTTEGA VENETA	2018/11/13	21.1
BURBERRY	2014/3/24	210.9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

EMPORIO ARMANI	2017/8/23	24.7
KENZO	2019/12/5	12.2
MARNI	2017/11/22	31.5
MIU MIU	2020/1/3	2.9
MOSCHINO	2018/6/6	27.8

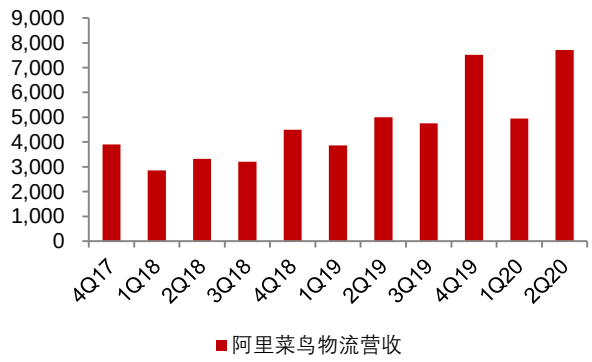
资料来源：天猫 APP，东方证券研究所

壁垒构建：服务端。几家主流电商平台在服务端也能构筑壁垒。阿里巴巴：数据侧，同样是凭借先发优势，自 2010 起便开始积累的消费者数据，同时又以云计算形成强大的数据分析处理能力，能够给予消费者“千人千面”的商品矩阵，同时提高供给和需求两端的效率。物流侧，2013 年阿里牵手顺丰、三通一达等国内知名企业联合投资组建菜鸟网络，其愿景是打造一个全国性的“数据驱动第四方物流平台”，同时阿里通过参股并购，与“四通一达”建立长期合作关系，物流基础实力雄厚。京东：自营+自建物流是京东自成立起便确立的发展战略，在持续多年的投入后京东已经建立起成熟的物流体系，能够提供全电商行业最为高效高质的配送服务。苏宁易购：家电的安装是过去线下大型卖场所必备的售后服务，在专业性人员方面具有要求，凭借这一核心竞争力苏宁在转型线上过程中具备服务端壁垒。

图 51：主流电商平台在服务端的竞争壁垒

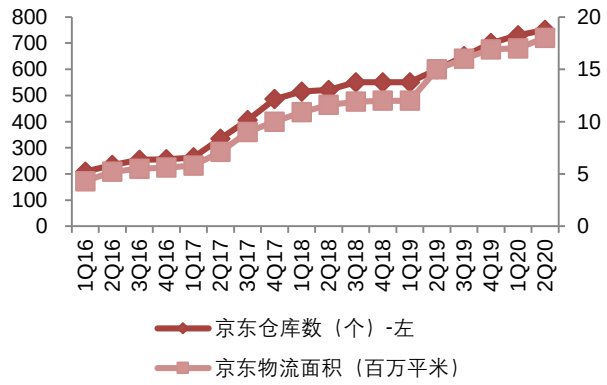
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 52：阿里巴巴物流收入（百万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 53：京东物流仓库数及物流面积



资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

在流量红利期接近结束的阶段，中国电商行业已经形成特征鲜明的流量竞争格局。未来，流量博弈在电商行业将会是长期趋势，我们认为，在流量布局方面拥有多元化成长路径的电商平台将具备更优秀的长期成长潜力。

推荐在四条主要路径上布局完整的电商行业龙头阿里巴巴。第一，阿里巴巴通过战略投资的方式，在与自身业务存在协同的各个流量入口均有布局。第二，淘宝直播在行业内具备先发优势，强化了阿里自身的流量入口属性。第三，阿里通过聚划算百亿补贴挖掘下沉市场流量已经取得优秀成效，同时布局线下新零售全渠道挖掘流量。第四，阿里在早期发展阶段与品牌方建立起牢固的合作关系，在品牌和品类方面具备壁垒，同时，在数据和物流服务方面在长期积累之后也逐步形成壁垒。

推荐腾讯流量生态下，具备自营+物流壁垒的京东集团。京东拥有微信、QQ 一级流量入口，是腾讯流量生态中电商变现的关键一环，流量基本盘稳固。同时，由于京东自营的特性，与流量入口的竞争性得到一定程度弱化，且能够补足流量入口电商变现基础设施薄弱的缺点，因此具备与流量入口的兼容性。京东拥有国内电商行业独树一帜的自营商业模式，且自建物流进行了长期积累，能够构筑壁垒提升平台内用户黏性。

建议关注小而美，深耕品牌特卖，核心用户群体稳定的唯品会。唯品会对于自身的定位是品牌特卖，针对这一定位挖掘流量，获得用户。唯品会自 2014 年起就将增强用户粘性，增加“留量”用户放在公司发展战略中的极高位置，严格量化复购用户情况及复购订单情况，在这两项指标上不断取得进步，整体核心用户群体稳定。

风险提示

- **疫情冲击持续**

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击，后续若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续，或对行业营收造成影响。

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多、京东发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对行业整体的盈利造成影响。

- **行业监管趋严**

2020 年 5-6 月部分电商企业开始接到来自税务部门的通知，警示存在少计销售收入的风险，要求商家结合实际情况进行全面自纠自查。行业税务监管趋严或导致行业整体营收及盈利产生波动。

- **宏观经济形势变动**

受中美关系局势紧张、疫情的巨大不确定性等因素的影响，宏观经济形势可能存在变动，对于行业造成不利影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券
ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。